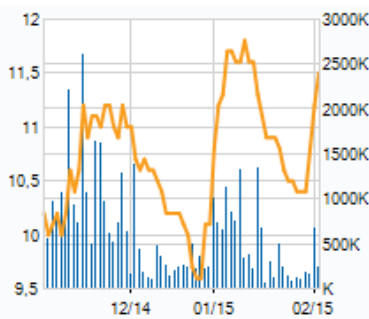




ĐỒ THỊ GIAO DỊCH



KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Quan điểm đầu tư	MUA
Giá kỳ vọng	13,000
Giá thị trường (09.02.2015)	11,400
Triển vọng 1 tháng	Tăng
Triển vọng 3 tháng	Tăng
Triển vọng 6 tháng	Tăng

THÔNG TIN GIAO DỊCH

CPLH hiện tại (triệu cp)	62
Tổng giá trị vốn hóa (tỷ)	695
Giá trị sổ sách/cổ phần	12,128
Sở hữu nước ngoài (%)	2.66
Giá hiện tại (đ/cp) tại ngày 09.02.2015	11,400
KLTB 10 ngày (cp)	207,537
Giá thấp nhất 52T (đ)	5,000
Giá cao nhất 52T (đ)	11,700
+/- 7 ngày qua	+9.6%
+/- 1 tháng qua	-2.5%

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu VNE với giá kỳ vọng 12 tháng là **13,000 đồng/cp**, tăng 14% so với thị giá ngày 09.02.2015, theo phương pháp FCFF và NAV.

Hoạt động xây dựng điện tăng trưởng ổn định với biên lợi nhuận gộp (~20%) cao hơn các ngành xây dựng khác. Với lợi thế quy mô doanh nghiệp, quy mô vốn lớn, và năng lực tài chính lành mạnh, công ty sở hữu khả năng cạnh tranh vượt trội so với các doanh nghiệp cùng ngành. Hoạt động sản xuất công nghiệp phụ trợ trực tiếp cho hoạt động xây dựng điện cũng làm tăng năng lực trúng thầu của công ty. Chúng tôi nhận thấy tiềm năng của công ty không chỉ dừng ở các hợp đồng xây dựng hiện tại mà còn nhờ động lực tăng trưởng của ngành điện cũng như các hợp đồng mở rộng mạng lưới điện của EVN trong giai đoạn 2015 - 2020.

Các dự án BĐS mà công ty đang sở hữu có giá trị lớn và đầy tiềm năng khi thị trường BĐS ấm lên trong năm 2015.

Năng lực tài chính cải thiện. Chúng tôi đánh giá VNE đã vượt qua giai đoạn khó khăn nhất khi trả hết 350 tỷ đồng trái phiếu kỳ hạn 2 năm, trong khi liên tục giảm nợ vay ngân hàng dài hạn. Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh thuần luôn dương trong các năm 2012, 2013. Công ty cũng đã thu gọn hoạt động đầu tư tài chính để tập trung vào phát triển hoạt động cốt lõi là lĩnh vực xây dựng điện.

Dự báo KQKD 2014. Chúng tôi thận trọng dự báo năm 2014, doanh thu thuần đạt 1,004 tỷ đồng (+15%/yoy), LNST 92 tỷ đồng (+507%/yoy), tương đương EPS **xấp xỉ 1,500 đồng/cp**. Giá cổ phiếu VNE hiện tại chỉ tương đương với P/E 2014 dự phóng là 7.81 lần, P/B 2014 dự phóng là 0.90 lần.

Các chỉ tiêu tài chính	2010	2011	2012	2013	2014F
Doanh thu thuần (tỷ đ)	307	534	635	873	1,004
% tăng trưởng y-o-y	-40%	74%	19%	37%	15%
Tổng tài sản (tỷ đ)	1,820	1,922	1,810	1,979	1,801
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	-7%	6%	-6%	9%	-9%
Vốn điều lệ (tỷ đ)	647	639	661	686	776
CPLH bình quân (Triệu cp)	61	60	60	60	60
LN sau thuế (tỷ đ)	17	19	0	15	92
% tăng trưởng y-o-y	-82%	12%	-97%	2954%	507%
EPS cuối kỳ (đ/cp)	47,073	359	200	285	1,458
Giá trị sổ sách (đ/cp)	10,630	10,589	10,951	11,350	12,851
Lợi nhuận gộp biên	21.2%	25.6%	26.4%	21.2%	27.6%
ROS	5.65%	3.64%	0.08%	1.74%	9.16%
ROE	2.68%	3.04%	0.08%	2.21%	11.85%
ROA	0.95%	1.01%	0.03%	0.77%	3.42%

Nguồn: VNE, BSC tổng hợp

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Đức Huy

Email : huynd@bsc.com.vn



GIỚI THIỆU CHUNG VỀ DOANH NGHIỆP

Giới thiệu chung	
Tên công ty:	Tổng công ty CP Xây dựng điện Việt Nam
Tên giao dịch:	Vietnam Electricity Construction JSC
Tên viết tắt:	VNE JSC
Địa chỉ:	Số 344 Phan Châu Trinh, Q. Hải Châu, Đà Nẵng
Tel:	(05) 11 356 2361
Fax:	(05) 11 356 2367
Website:	http://www.vneco.com.vn
Vốn điều lệ:	637,210,610,000 đồng
Lĩnh vực hoạt động	Xây dựng
Ngành nghề kinh doanh chính	Xây lắp các công trình điện, sản xuất sản phẩm điện, BĐS – du lịch, đầu tư TC

Lịch sử hình thành	
Thời gian	Sự kiện
1998	Thành lập Công ty xây lắp điện 3 (PCC3)
11/10/2005	Tổng CTCP Xây dựng điện Việt Nam
2/2007	Niêm yết trên HSX

Quá trình tăng vốn điều lệ (tỷ đồng)		
Thời gian	VĐL	Hình thức tăng vốn
30/09/2002	74,7	Bổ sung vốn
2005	150	Bổ sung vốn
02/2007	320	Niêm yết bổ sung
07/2010	637	Niêm yết bổ sung

TT	Các công ty con	Vốn góp (tỷ)	Tỷ lệ sở hữu
1	VNECO 3	6.98	52.93%
2	VNECO 4	5.19	54.73
3	VNECO 8	9,74	55.93
4	VNECO 12	7.88	65.73
5	Tư vấn & Xây dựng VNECO	5.10	60.85
6	Đầu tư & Xây dựng Mê Ca VNECO	63.1	70.05
7	Du lịch Xanh Huế VNECO	54.17	92.19
8	Du lịch Xanh Nghệ An VNECO	13.88	63.39

Danh sách cổ đông nắm giữ từ trên 5% VĐL

TT	Tên	Số CP	% Vốn	Tính tới ngày
1	SCIC	18,900,000	30.42%	30/06/2014
	Tổng cộng	18,900,000	30.42%	

Cơ cấu cổ đông đến 21.03.2014

TT	Danh mục	Số lượng cổ phần	Tỷ trọng (%)	Số lượng cổ đông
1	Cổ đông nhà nước	18,900,000	30.42	1
2	Cổ đông bên trong			
	- Hội đồng quản trị / BKS	2,147,760	3.47	12
3	Cổ đông bên ngoài			
	- Trong nước	43,222,141	67.83	4,186
	- Nước ngoài		2.66	
	Tổng cộng	63.721.061	100	

Tổng công ty cổ phần Xây dựng điện Việt Nam (VNE) niêm yết trên sàn HSX năm 2007 với vốn điều lệ ban đầu là 320 tỷ đồng. Tính đến ngày 30/06/2014, vốn điều lệ của công ty là 637 tỷ đồng. Ngành nghề kinh doanh chính của VNE là thi công, xây lắp các công trình lưới điện, thủy điện, xây dựng khu đô thị, kinh doanh bất động sản (BĐS), du lịch, và đầu tư tài chính.

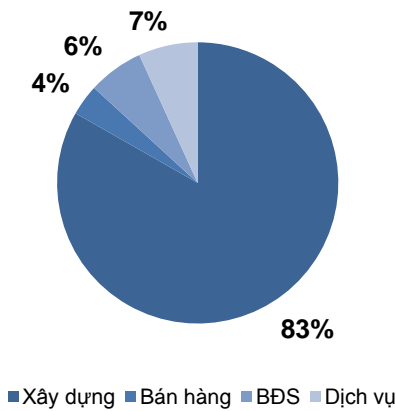
❖ Cơ cấu cổ đông của VNE gồm ít cổ đông nước ngoài, hầu như không đáng kể. Cổ đông nhà nước chỉ có một đại diện là Tổng công ty Đầu tư và kinh doanh vốn nhà nước (SCIC) chiếm 30.42% vốn. Chủ tịch HĐQT và ban lãnh đạo nắm rất ít cổ phần của công ty. Có thể nói số lượng cổ phiếu giao dịch tự do trên thị trường khá lớn.

❖ VNE là công ty xây dựng điện duy nhất niêm yết và giao dịch trên sàn. VNE hiện tại có tính thanh khoản tốt với khối lượng giao dịch trung bình 10 phiên gần đây vào khoảng 800,000 cổ phiếu/phiên.

❖ SCIC dự kiến thoái hết 18.9 triệu cổ phần tại VNE trong năm 2015.

HOẠT ĐỘNG CỐT LÕI

Đồ thị 01. Cơ cấu doanh thu theo từng lĩnh vực



Nguồn: VNE

Hoạt động kinh doanh của VNE bao gồm 4 lĩnh vực chính.

- (1) **Xây dựng điện:** là lĩnh vực kinh doanh chủ chốt của công ty từ khi thành lập tới nay (chiếm 83% doanh thu). Công ty thi công các công trình nguồn điện, hệ thống lưới điện, các trạm biến áp (110 – 500kV), và thủy điện. Công ty còn thầu xây dựng hạ tầng đô thị, dân dụng, làm công tác san nền, hệ thống điện, nước, và giải phóng mặt bằng.
- (2) **Sản xuất công nghiệp:** Công ty chủ yếu sản xuất các sản phẩm phục vụ các công trình xây dựng điện như sản xuất cột điện, mạ kẽm nhúng nóng, kết cấu thép, cột bê tông ly tâm, và gạch block.
- (3) **Kinh doanh BĐS:** Công ty đã và đang thực hiện các dịch vụ BĐS như kinh doanh đất nền, nhà ở, cao ốc, văn phòng cho thuê.
- (4) **Dịch vụ - Du lịch:** Công ty có các công ty con chuyên cung cấp các dịch vụ tư vấn – thiết kế xây dựng, giám sát, kiểm định chất lượng các công trình xây dựng. Một số công ty con đảm nhiệm các dịch vụ về du lịch trong một chuỗi hệ thống nhà hàng – khách sạn – siêu thị.
- (5) **Đầu tư tài chính:** Cuối quý 3/2014, công ty hiện đã rút gọn danh mục đầu tư so với cuối năm 2013. Công ty hiện đầu tư ngắn hạn vào một số cổ phiếu giao dịch trên sàn như LAF, SDP, VFR, LCG; đầu tư dài hạn vào các công ty trong hệ thống liên kết, một số công ty xây dựng điện, và thủy điện.

Đồ thị 02. Sơ đồ công ty con, công ty liên kết theo địa lý



Nguồn: VNE

KQKD 9T2014 đột biến. Mặc dù công ty chịu lỗ ~100 tỷ quý 2/2014 do chuyển nhượng một số khoản đầu tư tài chính và thoái vốn tại thủy điện Hồi Xuân, 9T2014, VNE đạt doanh thu thuần 610 tỷ đồng (+42.5%/yoy); LNST đạt 58.5 tỷ đồng, tăng 5.5 lần so với cùng kỳ 2013; biên lợi nhuận gộp tăng lên tới 28%. KQKD khả quan đến chủ yếu từ việc hoàn nhập các khoản chi phí giá vốn ở dự án Hiệp Hòa, Quảng Ninh (+28 tỷ), bù giá nhân công ở thủy điện Hồi Xuân (+30 tỷ), và hoàn nhập dự phòng tài chính (+16 tỷ). Chúng tôi đánh giá hoạt động cốt lõi của công ty không bị ảnh hưởng từ các hoạt động này.

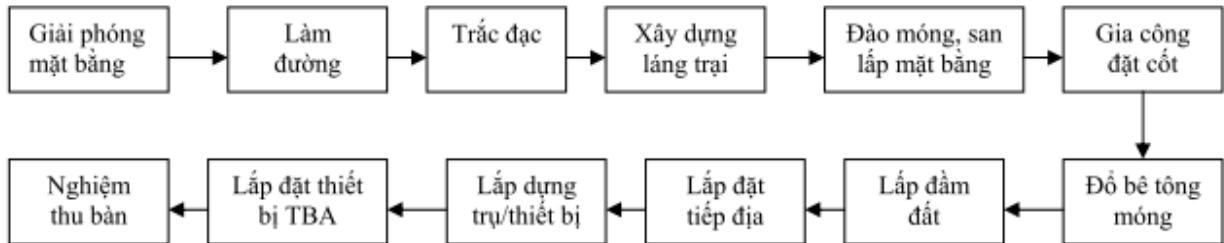
XÂY DỰNG ĐIỆN

Xây dựng chuyên biệt. VNE là một trong số ít các công ty xây dựng chuyên biệt (xây dựng điện) tại Việt Nam. Nếu so sánh với các công ty xây dựng hạ tầng dân dụng và công nghiệp, số lượng công ty xây dựng điện không nhiều. Biên lợi nhuận gộp của từ lĩnh vực xây dựng điện trong giai đoạn 2009 – 2013 năm nào cũng lớn hơn 20%, cao hơn nhiều so với biên gộp của các công ty xây dựng hạ tầng (~10%).

Hoạt động xây lắp trên toàn Việt Nam nhờ tổ hợp công ty con, công ty

liên kết (VNECO). TCTCP Xây dựng điện Việt Nam (VNE), công ty mẹ, chịu trách nhiệm giao khoán cho các nhà thầu trong tổ hợp VNECO theo đơn đặt hàng và mở rộng ra các nhà thầu phụ bên ngoài. Hiện công ty có 8 công ty con và 6 công ty liên kết trong đó 12 công ty phụ trách xây dựng điện trên cả 3 miền đất nước, trong khi các công ty cạnh tranh trực tiếp chỉ thi công tại 1 miền. Số lượng nhân viên lên tới 3,000 người, vượt trội so với các công ty xây dựng điện khác. Từ đó công ty có thể đảm nhận nhiều công trình trọng điểm có giá trị lớn hơn.

Đồ thị 03. Quy trình sản phẩm xây lắp các công trình điện



Nguồn: BCB VNE



Công ty có lợi thế thi công các gói thầu giá trị lớn. Công ty có trên 20 năm kinh nghiệm thi công các gói về công trình điện, đường dây, trạm biến áp với nhiều công suất thiết kế khác nhau. Dựa trên kinh nghiệm và năng lực, công ty có nhiều lợi thế hơn các đối thủ khi nhiều lần thắng thầu xây dựng các công trình điện lớn của Tập đoàn điện lực Việt Nam (EVN) và Tổng công ty truyền tải điện Quốc gia (NPT).

Triển vọng từ các công trình chất lượng, giá trị lớn. Công ty hiện đang đảm nhiệm các công trình xây lắp điện chất lượng (thời gian nghiệm thu nhanh) và giá trị lớn (trên 100 tỷ đồng). Tiềm năng tăng trưởng lớn khi tổng doanh thu của các dự án đang thực hiện (Bảng 1) đã đạt xấp xỉ doanh thu 2013, chưa kể tới các công trình có thể được ký kết trong 2014. Công ty dự kiến sẽ tiếp tục thắng thầu các gói thầu mới về lưới điện từ EVN và NPT trong bối cảnh chính phủ đã có kế hoạch tăng sản lượng sản xuất điện (Tổng sơ đồ VII) khiến cho nhu cầu xây lắp lưới điện và trạm biến áp 500kV tăng lên nhanh chóng trong giai đoạn 2015 – 2020.

Bảng 01. Một số công trình điện tiêu biểu đang thi công

Tên công trình	Giá trị (tỷ đồng)	Giá trị đã thực hiện (tỷ đồng)
ĐZ 220kV Vân Trì – Chèm	150	107
ĐZ 550kV Sơn La – Lai Châu (gói thầu số 9)	123	89.6
ĐZ 550kV Sơn La – Lai Châu (gói thầu số 12)	153	65.1
ĐZ 550kV Duyên Hải – Mỹ Tho	239.4	39.2
ĐZ 500kV NĐ Long Phú – Ô Môn	201.7	0
TBA 500/220kV TTĐL Duyên Hải	155	12.9
ĐZ 220kV Cầu Bông – Hóc Môn – Rẽ Bình Tân	152.6	40.6

Nguồn: BSC tổng hợp

SẢN XUẤT CÔNG NGHIỆP



Sản phẩm phục vụ xây dựng điện. Hầu hết các sản phẩm mà VNE và các công ty con sản xuất có liên quan trực tiếp tới lĩnh vực xây dựng điện. Chúng tôi đánh giá hầu hết doanh thu từ lĩnh vực này bị ảnh hưởng từ nhu cầu xây lắp điện.

Sản phẩm đa dạng. Tổ hợp VNECO đưa ra nhiều loại sản phẩm khác nhau như cột thép mạ kẽm nhúng nóng, sản phẩm kết cấu thép, khung nhà, cột điện bê tông ly tâm, thậm chí gạch block.

Thiết bị hiện đại. Các thành viên của công ty có dây chuyền mạ kẽm nhúng nóng được điều khiển kỹ thuật số tự động, dẫn tới năng suất gia công lớn và độ chính xác cao. Do đó, các công ty con có thể sản xuất các sản phẩm lớn nhất miền Trung – Tây Nguyên.

Đồ thị 04. Quy trình sản xuất công nghiệp

Quy trình sản xuất cột thép mạ kẽm nhúng nóng



Quy trình sản xuất cột bê tông ly tâm



Nguồn: BCB VNE

KINH DOANH BẤT ĐỘNG SẢN – DU LỊCH

Công ty chưa có định hướng cụ thể. Vào thời kỳ BĐS bùng nổ, công ty đã mua quyền sử dụng đất và phát triển khá nhiều dự án BĐS như khu đô thị, cao ốc, văn phòng cho thuê, siêu thị. Tuy nhiên, các dự án nằm rải rác tại nhiều tỉnh thành và không có thế mạnh cụ thể. Công ty đã bắt đầu xây dựng tại một số dự án nhưng phải dừng lại do chưa có đủ vốn.

Tiềm năng dài hạn nằm ở tồn kho BĐS. Chúng tôi nhận thấy giá trị sổ sách không phản ánh đầy đủ giá trị thực của một số dự án BĐS mà công ty đang nắm giữ. Sự ấm dần lên của thị trường BĐS trong thời gian tới sẽ là chất xúc tác khiến giá trị công ty thực sự thay đổi cũng như công ty sẽ ghi nhận doanh thu với giá trị đột biến. Ngoài những dự án mà công ty đang thực hiện dở dang, chúng tôi chú ý tới một số dự án và đất của công ty, đặc biệt là dự án Khu đô thị mới Mỹ Thuận, Huế.

Bảng 02. Một số BĐS chọn lọc

STT	Dự án	Tổng diện tích (m2)	Giá trị sổ sách (tỷ)	Tình hình pháp lý	Chú thích
1	Khu đô thị mới Mỹ Thượng, Huế	157,346	211	Có giấy phép sử dụng đất	523 giấy chứng nhận quyền sử dụng đất, với diện tích 66,010m2/124,632m2 (523 lô/998 lô) Có thể bán 475 lô đất nền, 40 căn nhà ở
2	Cao ốc Vp VNECO - Minh Khai, HCM	1,106	58	Chưa rõ	Mua đất khoảng 5, 6 năm trước. Tiền mua ~ 200 tỷ, giá trị hiện tại ~ 80 tỷ. Có 15 lô đất nhưng vướng thủ tục pháp lý hoặc chưa có đủ vốn.
3	277 Bến Bình Đông	5,465	52	Có giấy phép sử dụng đất	Hoàn thành 20 căn nhà.
4	Siêu thị Green Mark - Đà Nẵng	13,000	11	Chưa rõ	Chưa đầu tư
5	Du lịch Xanh Lăng Cô	84,370	98	Chưa rõ	Chưa đầu tư
6	Số 702 Nguyễn Kiệm, phường 04, Phú Nhuận, HCM	318	NA	Có giấy phép	Tài sản công ty, không xuất hiện trong BCTC
7	Thửa đất 839 & 882 Tân Phong, Quận 7, HCM	330	NA	Có giấy phép	Tài sản công ty, không xuất hiện trong BCTC
	Tổng	261,935	430		

Nguồn: VNE, BSC tổng hợp

Khu đô thị mới Mỹ Thượng, Huế. Quy mô diện tích đất 2 giai đoạn là 435,335 m2 trong đó tổng diện tích được sử dụng là 157,346 m2. Công ty hiện tại có 523 quyền sử dụng đất trên tổng số 998 lô đất của dự án. Trong quá khứ, thành phố Huế buộc công ty phải xây nhà ở mới được phép bán, nhưng hiện tại thành phố cho phép có thể bán đất nền. Công ty đã bán một số đất nền cho một số nhà đầu tư nhỏ lẻ, ghi nhận 55 tỷ đồng doanh thu năm 2013. Tuy nhiên, công ty cho biết giá bán 1.5 triệu/m2 là chưa hợp lý. Doanh thu lĩnh vực xây dựng hiện cho dòng tiền tốt nên công ty quyết định coi dự án tại Mỹ Thượng là “cửa để dành”, chờ thị trường BĐS ấm lên để bán đất với giá hấp dẫn hơn. Giá bán đất kỳ vọng 3 - 4.5 triệu/m2. Số lượng đất còn lại là 475 lô đất nền và 40 căn nhà ở.

Đồ thị 05. Phối cảnh Khu đô thị Mỹ Thượng


Nguồn: VNE

Đồ thị 06. Phối cảnh Siêu thị Xanh VNECO


Nguồn: VNE

Du lịch. Công ty sở hữu chuỗi nhà hàng – khách sạn – siêu thị trong tổ hợp VNECO, phục vụ nhu cầu về dịch vụ du lịch chủ yếu tại miền Trung. Chúng tôi đánh giá hiện tại khả năng tạo doanh thu của lĩnh vực này đang ở mức khá ổn định, không có nhiều chuyển biến trong 5 năm qua. Doanh thu lĩnh vực dịch vụ đạt khoảng 55 – 70 tỷ mỗi năm. Công ty hiện chưa có kế hoạch tập trung phát triển lĩnh vực này.

Đồ thị 07. Chuỗi khách sạn Xanh

Khách sạn Xanh – Huế: 199 phòng, tiêu chuẩn 4 sao



Khách sạn Xanh – Nghệ An: 84 phòng, tiêu chuẩn 3 sao



Khách sạn Xanh – Đà Nẵng: 58 phòng, tiêu chuẩn 3 sao

ĐẦU TƯ TÀI CHÍNH

Hoàn nhập dự phòng tài chính ngắn hạn. Năm 2012, công ty sở hữu danh mục khá rộng với 8 mã cổ phiếu là LAF, SDP, VFR, LCG, DPM, PVX, SSM, SBA. Công ty phải trích lập dự phòng tài chính đối với các mã cổ phiếu này. Tại thời điểm Q3/2014, danh mục đầu tư tài chính ngắn hạn đã được rút gọn, bao gồm 12 tỷ tiền gửi kỳ hạn 3 tháng, 4 mã cổ phiếu LAF, SDP, VFR, LCG, và VNECO4, VNECO12 trị giá 7 tỷ đồng, ròng. Chúng tôi đánh giá danh mục đã trở nên an toàn hơn khi công ty có nhiều tiền gửi ngắn hạn cũng như rút gọn danh mục nắm giữ. Theo tính toán của chúng tôi, với sự tăng giá của 4 mã cổ phiếu trong thời gian gần đây, VNE sẽ hoàn nhập dự phòng tài chính ngắn hạn khoảng 3.4 tỷ đồng trong Q4/2014.

Công ty không có kế hoạch thoái vốn tại các khoản đầu tư dài hạn.

Ngoài các khoản đầu tư tại các công ty liên doanh (chủ yếu là các công ty trong tổ hợp VNECO), công ty còn đầu tư dài hạn vào một số công ty liên quan như CTCP Sông Ba, Thủy điện Sông Chò, VNECO1, 9, VNECO.SSM. Phần bù giá nhân công được hạch toán là khoản đầu tư vào thủy điện Hồi Xuân. Chúng tôi được biết công ty chưa có kế hoạch thoái vốn các khoản đầu tư dài hạn này.

TRIỂN VỌNG NGÀNH

Chúng tôi đánh giá ngành xây dựng điện và BĐS khả quan. Ngành xây dựng điện tăng trưởng ổn định, bình quân 10 – 11%/ năm trong giai đoạn 2015 – 2020 trong khi ngành BĐS đã tạo đáy và có xu hướng ấm dần lên.

XÂY DỰNG ĐIỆN

Sản xuất, xây dựng điện để đáp ứng nhu cầu sử dụng điện. Theo Tổng sơ đồ VII, trong giai đoạn 1995 – 2005, tốc độ tăng tiêu thụ điện hàng năm là hơn 14.9%. Trong đó, tiêu thụ điện cao nhất thuộc về ngành công nghiệp (16.1%) và hộ gia đình (14.1%). Dự báo đến năm 2015 nhu cầu điện năng là 194 – 210 tỷ kWh; năm 2020 là 330 – 362 tỷ kWh; năm 2030 là 695 – 834 tỷ kWh. Tổng vốn đầu tư cho toàn ngành từ 2011-2030 lên đến 123.8 tỷ USD. Để đảm bảo điện cho nền kinh tế và toàn xã hội, đi đôi với sản xuất điện, EVN sẽ mở rộng các dự án lưới điện, truyền tải điện để phân phối.

EVN mở rộng các dự án lưới điện, truyền tải điện.

Bảng 03. Số lượng đường dây và các trạm điện được bổ sung vào lưới điện quốc gia cho giai đoạn 2010-2030

Hạng mục	Đơn vị	2009	2011-2015	2016-2020	2021-2025	2026-2030
Trạm 500kV	MVA	7,500	17,100	24,400	24,400	20,400
			128%	42.69%	0%	-16.39%
Trạm 220kV	MVA	19,094	35,863	39,063	42,775	53,250
			87.82%	8.92%	9.5%	24.49%
Đường dây 500kV	Km	3,438	3,833	4,539	2,234	2,724
			11.48%	18.42%	-50.78%	21.93%
Đường dây 220kV	Km	8,497	10,637	5,305	5,552	5,020
			25.18%	-50.12%	4.65%	-9.58%

Nguồn: Tổng sơ đồ phát triển điện lực quốc gia giai đoạn 2011-2020 tầm nhìn 2030 (Tổng sơ đồ VII)

Dự báo tốc độ tăng trưởng ngành. Theo EVN, tổng sản lượng điện thương phẩm toàn hệ thống điện Quốc gia trong tháng 10/2014 là khoảng 10.89 tỷ kWh, lũy kế 10T2014 là 106.214 tỷ kWh (+10.89%yoy). Đến hết năm 2014, EVN dự kiến hoàn thành kế hoạch điện thương phẩm với khoảng 127.61 tỷ kWh (+10.69%yoy). EVN dự báo nhu cầu điện Việt Nam tiếp tục tăng trung bình khoảng 10 – 15%/ năm cho tới 2025. BMI dự báo ngành xây dựng điện sẽ tăng trưởng từ 4.8-5.5%/năm (tăng trưởng thực) trong giai đoạn 2015 – 2020. Như vậy, với tỷ lệ lạm phát khoảng 6%, như

EVN dự báo nhu cầu điện tăng trung bình 10 - 15%/năm cho tới 2015. BMI dự báo tăng trưởng ngành đạt mức 10%/năm.

hiện nay, tốc độ tăng trưởng ngành được dự báo sẽ đạt mức 10 – 11%/năm.

Kế hoạch phát triển lưới điện khu vực miền Trung. Theo báo cáo của Tổng công ty Truyền tải Điện quốc gia (EVNNPT), năm 2013 sản lượng điện thương phẩm của miền Trung đạt 11 tỷ kWh, công suất cực đại 2.382 MW. Tốc độ tăng trưởng điện năng trong giai đoạn 2005 – 2013 là 11,9%. Giai đoạn 2015 – 2019, tăng trưởng điện thương phẩm của khu vực miền Trung dự kiến đạt 11.6% (toàn quốc là 10,8%). Khả năng 2019 sản lượng điện thương phẩm đạt 23 tỷ kWh, công suất cực đại 4.400 MW. Trong khi đó, hiện trạng lưới điện miền Trung tuổi thọ đường dây 500 kV đã qua 20 năm vận hành có hiện tượng xuống cấp nhưng phải vận hành với tải cao. Điểm yếu của đường dây 220 kV chủ yếu là mạch đơn, chu vi mạch vòng lớn với 620 km nên độ tin cậy cung cấp điện chưa đảm bảo.

Điện thương phẩm tăng trưởng của khu vực miền Trung dự kiến đạt 11.6% trong giai đoạn 2015 – 2019.

Bảng 04. Tiến độ đóng điện đưa vào vận hành các công trình điện khu vực miền Trung giai đoạn 2015-2019 theo đề xuất của Viện Năng lượng

Năm	Dự án
2015	Mạch 2 ĐD 220 kV Đà Nẵng – Huế; TBA 220 kV Kon Tum, Đức Trọng.
2016	ĐD 220 kV Vũng Áng – Ba Đồn – Đồng Hới; Xêkaman 1- Pleiku 2; An Khê – Quy Nhơn mạch 2, Phan Thiết – Hàm Tân; các TBA 220 kV Ba Đồn, Quận 3.
2017	ĐD 220 kV Hàm Tân – KCN Phú Mỹ 2; Quảng Ngãi - Phước An; Di Linh – Bảo Lộc; treo dây mạch 2 ĐD 220 kV Tuy Hòa – Nha Trang; TBA 220 kV Phú Mỹ, Đăk Nông
2018	ĐD 220 kV Đồng Hới – Đồng Hà – Huế
2019	ĐD 220 kV An Khê – Pleiku 2; Tháp Chàm – Nha Trang; Vĩnh Tân – rẽ Sông Mây – Tân Uyên; TBA 220 kV Phong Điền, Hải Châu

Nguồn: EVN

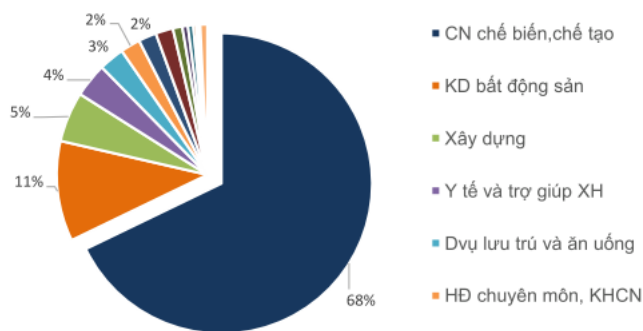
BẤT ĐỘNG SẢN (BDS)

Tình hình BDS khả quan hơn trong năm 2014. Các giao dịch BDS tăng mạnh tại Hà Nội và thành phố Hồ Chí Minh. 6T2014, Hà Nội có 4,000 giao dịch thành công (tăng 2 lần so với cùng kỳ). Trong khi đó, giao dịch BDS tại thành phố Hồ Chí Minh tập trung ở các căn hộ có giá bán dưới 15 triệu đồng/m². Lượng tồn kho còn khoảng 83,519 tỷ đồng (-35%yoy). Tại khu đô thị mới Mỹ Thuận, Thừa Thiên Huế, giá bán lẻ quyền sử dụng đất từ 4.15 – 6.1 triệu đồng/m².

Tại khu đô thị mới Mỹ Thuận, Thừa Thiên Huế, giá bán lẻ quyền sử dụng đất từ 4.15 – 6.1 triệu đồng/m².

Vốn đầu tư nước ngoài (FDI) tăng trưởng bền bỉ. 9T2014, tổng vốn FDI đăng ký đạt 11 tỷ USD; FDI giải ngân đạt 8.9 tỷ USD (+3.2%yoy). Lĩnh vực BDS đứng thứ 2 về thu hút FDI, chiếm 10% tổng giá trị, chỉ đứng sau ngành Công nghiệp chế biến/chế tạo.

Đồ thị 08. Cơ cấu lĩnh vực đầu tư FDI (từ 1/1/2014 đến 20/09/2014)



Về cơ cấu, ngành công nghiệp chế biến, chế tạo tỏ ra khá nổi bật khi thu hút gần 70% tổng vốn đăng ký; tiếp theo là ngành kinh doanh bất động sản chiếm 10%; ngành xây dựng chiếm 5,5% và các ngành còn lại đạt chiếm 14,5%.

Nguồn: FIA, BSC tổng hợp

Triển vọng. Chúng tôi cho rằng những chính sách mới nhằm hỗ trợ thị trường BĐS sẽ phát huy tác dụng.

- (1) Theo thông tư 76/2014/TT-BTC có hiệu lực từ ngày 1/8/2014, khách mua chung cư phải tự nộp tiền sử dụng đất. Điều luật này sẽ làm giảm gánh nặng tài chính cho chủ đầu tư, vì tiền sử dụng đất thường chiếm từ 10 – 20% tổng mức đầu tư cho dự án và chủ đầu tư phải trả 1 lần.
- (2) Luật đất đai 2013 có hiệu lực nêu ra khung giá đất chi tiết đến 7 vùng kinh tế.
- (3) Nới lỏng điều kiện sở hữu BĐS cho người nước ngoài và Việt kiều. Người nước ngoài có thể được phép mua nhiều hơn 1 căn nhà, được phép sử dụng nhà để cho thuê, thế chấp. Các doanh nghiệp FDI có thể được cấp quyền sử dụng đất để phát triển các dự án nhà ở. Điều luật này khiến cung BĐS tăng, dẫn tới thúc đẩy giao dịch, cũng như giá BĐS trong tương lai.

VỊ THẾ DOANH NGHIỆP

Công ty chiếm 35 – 40% thị phần.

Đối thủ cạnh tranh xây lắp: CTCP xây lắp điện 1, công ty TNHH MTV xây lắp điện 2, công ty TNHH MTV xây lắp điện 4, CTCP lắp máy và xây dựng điện, CTCP Năng lượng, công ty Sông Đà 11.

Đối thủ cạnh tranh sản xuất công nghiệp: CTCP xây lắp điện 1, công ty TNHH MTV xây lắp điện 2, công ty TNHH MTV xây lắp điện 4, Kalpataru Power Transmission Ltd (Ấn Độ), Hyundai-Dong Anh Tower MFG Co.

Đối thủ cạnh tranh dịch vụ-du lịch: Công ty du lịch Hương Giang, Saigon Tourist.

Ưu thế quy mô và kinh nghiệm thi công. Với hơn 20 năm kinh nghiệm trong lĩnh vực xây lắp điện, VNE có năng lực thi công các công trình có giá trị lớn. Với quy mô nhân lực và tài chính, VNE thi công các công trình trên cả 3 miền, trong đó tập trung nhiều công trình tại khu vực miền Trung. Nhiều doanh nghiệp nhỏ lẻ không thể là đối thủ của VNE do kinh nghiệm và năng lực thi công thấp nên chỉ thi công các công trình dưới 110kV. Đối thủ cạnh tranh trực tiếp dựa trên chí kinh nghiệm và thương hiệu chỉ có CTCP xây lắp điện 1 (PCC1), công ty TNHH MTV xây lắp điện 2 (PCC2), và công ty TNHH MTV xây lắp điện 4 (PCC4). Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy VNE vượt trội về quy mô vốn điều lệ (gấp 6 lần) cũng như số lượng nhân viên (gấp 3 lần). VNE còn có trang thiết bị thi công hiện đại, chỉ đứng sau PCC1.

Bảng 05. Các công trình đã thực hiện

Tên công trình	Giá trị hợp đồng (tỷ đồng)
ĐZ 500kV Sơn La – Hòa Bình (gói 11.1; 12.3; 13.1)	174
ĐZ 500kV Hà Tĩnh – Thường Tín	89
ĐZ 500kV Quảng Ninh – Thường Tín	54.7
ĐZ 220kV Bản Lả - Vinh	45.7
ĐZ 500kV Sơn La – Hiệp Hòa (gói 5.3; 7.1)	153.9
ĐZ 220kV Thanh Hóa – Vinh	137.4
TBA 500kV Thạnh Mỹ	74.7
ĐZ 500kV Pleiku – Mỹ Phước – Cầu Bông	231
ĐZ 220kV Vũng Áng – Hà Tĩnh (6.2; 6.4)	110
ĐZ 500kV Quảng Ninh – Hiệp Hòa (8,1; 8,2)	450
ĐZ 500kV Phú Mỹ - Sông Mây	90
ĐZ 500kV Vĩnh Tân – Sông Mây	93
ĐZ 220kV Ô Môn – Sóc Trăng	76
ĐZ 220Kv Duyên Hải – Trà Vinh	310

Nguồn: BSC tổng hợp

RỦI RO ĐẦU TƯ

Rủi ro ngành nghề. Do đặc thù ngành xây dựng điện, công nhân của công ty thường xuyên làm việc trong môi trường nguy hiểm. Do đó, công ty luôn đối mặt với rủi ro về quản lý về chất lượng cũng như an toàn lao động của mỗi hợp đồng xây dựng điện. Thêm vào đó, thời gian thi công thường kéo dài dẫn tới việc nghiệm thu, bàn giao chậm, dẫn tới việc giải ngân vốn chậm.

Rủi ro cạnh tranh. Công ty phải thực hiện đấu thầu với một số công ty xây dựng điện khác như công ty Xây lắp điện 1, 2, 4. Tuy nhiên, bởi số lượng công ty xây lắp điện không nhiều nên một khi số hợp đồng nhiều lên thì rủi ro này cũng giảm đáng kể.

Rủi ro đầu tư tài chính. Trong quá khứ, công ty chú trọng tới đầu tư tài chính và hiện tại các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn lẫn dài hạn chịu nhiều ảnh hưởng từ thị trường. Việc công ty chú trọng phát triển ngành hoạt động cốt lõi là xây dựng điện sẽ khiến rủi ro này giảm.

Rủi ro các dự án BĐS. Các dự án BĐS mà công ty sở hữu có rủi ro biến động giá. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá thấp khả năng giảm giá BĐS do thị trường BĐS có dấu hiệu ấm dần lên.

Rủi ro biến động giá nguyên liệu đầu vào. Sắt, thép, kẽm và nhiên liệu chiếm phần lớn trong cơ cấu chi phí sản xuất cột thép và xây lắp các công trình điện. Do vậy, sự biến động về giá cả của các nguyên liệu này có thể có ảnh hưởng tới doanh thu và lợi nhuận của doanh nghiệp.

TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

Thông tin cơ bản	2011	2012	2013	9T2014
Doanh thu thuần (tỷ đ)	534	635	873	611
% tăng trưởng y-o-y	74%	19%	37%	
Tổng tài sản (tỷ đ)	1,922	1,810	1,979	1,696
% tăng trưởng y-o-y	6%	-6%	9%	
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	639	661	686	733
Vốn điều lệ (tỷ đ)	637	637	637	637
CPLH bình quân (tr.cp)			61	60.4
LN sau thuế (tỷ đ)	19	0	15	58
% tăng trưởng y-o-y	12%	-97%	2954%	
EPS cơ bản (đ/cp)	358	200	283	935
Giá trị sổ sách (đ/cp)	10,589	10,951	11,350	12,128

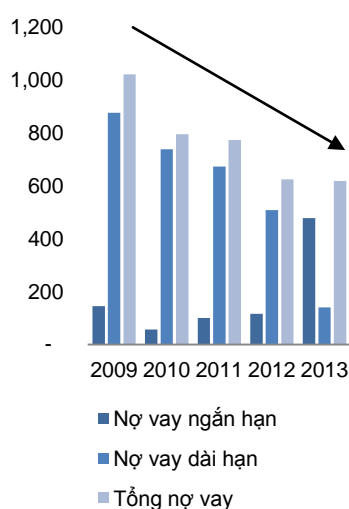
Quy mô tổng tài sản giảm dần trong khi doanh thu thuần tăng dần trong giai đoạn 2011 – 2013. Công ty liên tục giảm nợ vay khiến đòn bẩy có xu hướng giảm dần trong giai đoạn 2010 – 2013. Đòn bẩy của công ty ở mức khá thấp so với các doanh nghiệp xây dựng cơ sở hạ tầng hay dân dụng.

Bảng 06. Các chỉ tiêu cơ bản

Chỉ tiêu cơ bản	2010	2011	2012	2013	9T2014
Cơ cấu vốn					
Vốn vay/VCSH	1.23	1.21	0.94	0.90	0.59
TTS/VCSH	2.81	3.01	2.74	2.88	2.31
Cơ cấu tài sản					
TS dài hạn/ TTS	0.41	0.46	0.54	0.49	0.46
TS ngắn hạn/TTS	0.59	0.54	0.46	0.51	0.54
KN thanh toán					
Hệ số TT nhanh	2.56	1.59	1.17	0.78	0.97
Hệ số TT NH	2.95	1.91	1.41	0.91	1.15
Năng lực HĐ					
Số ngày tồn kho	175	98	81	66	47
Số ngày phải thu	99	159	105	86	51
Số ngày phải trả	194	81	75	71	62
KN sinh lời (%)					
BLN gộp	21%	26%	26%	21%	28%
ROS	6%	4%	0%	2%	9.5%
ROE	3%	3%	0%	2%	7.9%
ROA	1%	1%	0%	1%	3.4%

Nguồn: VNE, BSC tổng hợp

Đồ thị 09. Xu hướng giảm nợ vay 2009 – 2013



TỔNG QUAN TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

Quy mô VDL lớn so với các công ty cạnh tranh.

Vốn điều lệ của VNE hiện là 637 tỷ đồng, lớn hơn 6 lần các công ty xây dựng cùng ngành như PCC1 (100 tỷ), PCC2 (71 tỷ), PCC4 (~71 tỷ).

Tài sản – giảm chủ yếu do thoái vốn ở công ty Hồi Xuân

Tính đến hết quý 3/2014, tổng tài sản giảm 283 tỷ so với cuối năm 2013 chủ yếu là do (1) công ty thanh quyết toán các hợp đồng khiến các khoản phải thu giảm (~100 tỷ đồng); (2) công ty thanh lý một số tài sản cố định; (3) thoái vốn tại công ty thủy điện Hồi Xuân, giảm 200 tỷ đồng. Việc thoái vốn này là nguyên nhân chính dẫn tới việc VNE lỗ 100 tỷ quý 2/2014.

Nguồn vốn – giảm nợ vay rõ rệt

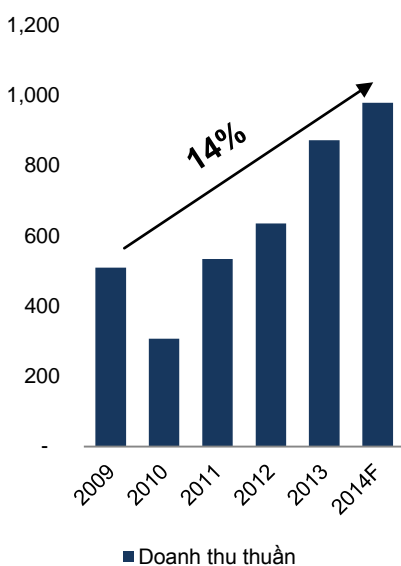
So với 2013, nguồn vốn Q3/2014 giảm tương đương tài sản giảm do (1) công ty trả nợ ngắn hạn (~120 tỷ), dài hạn (27 tỷ), đồng thời công ty đã hoàn trả 245 tỷ đồng trái phiếu trong năm 2014. Có thể thấy công ty đã đi qua thời kỳ khủng hoảng khi phải vay tới 500 tỷ đồng trái phiếu để tái cơ cấu. Công ty sẽ phát hành trái phiếu kỳ hạn 2 năm giá trị 150 tỷ đồng, với lãi suất 10.5% trong Q4/2014.

Vốn chủ sở hữu tăng đột biến trong quý 3/2014 do công ty hoàn nhập hàng loạt các khoản chi phí giá vốn (dự án Hiệp Hòa), chi phí tài chính, và bù giá nhân công (dự án Hồi Xuân).

Giảm nợ, tăng lãi - đòn bẩy tài chính khá an toàn

Nguồn: VNE, BSC tổng hợp

Đồ thị 10. Tăng trưởng doanh thu 2009 – 2014F



Nguồn: VNE, BSC tổng hợp

Nợ vay dài hạn liên tục giảm. Tổng nợ vay giảm so với doanh thu. Tính tới quý 3/2014, vốn vay / VCSH ~ 0.6, ở mức rất thấp so với các công ty ngành xây dựng.

Lãi suất giảm. Lãi suất giảm khá mạnh trong thời gian gần đây trực tiếp tác động tích cực đến ngành xây dựng nói chung và xây dựng điện nói riêng. Các doanh nghiệp xây dựng thường có tỷ lệ vốn vay ngân hàng lớn, đòn bẩy cao. Do đó, việc giảm lãi suất cho vay sẽ làm giảm gánh nặng chi phí lãi vay, tăng khả năng sinh lời, đồng thời giảm chi phí huy động vốn.

Khả năng thanh toán đảm bảo

Các hệ số thanh toán nhanh và ngắn hạn lần lượt là 0.78 lần và 0.91 lần trong năm 2013; cải thiện ở mức 0.97 lần và 1.15 lần 9T2014.

Tăng trưởng doanh thu

Tốc độ tăng trưởng bình quân (CAGR) trong giai đoạn 2009 - 2013 là 14.4%/năm.

Khả năng sinh lời thấp – có chuyển biến tích cực

Khả năng sinh lời của công ty khá thấp. 2013, ROA ~ 1%, ROE ~ 2%. Lợi nhuận sau thuế 9T2014 tăng đột biến lên 58.5 tỷ đồng (+446%/yoy) chủ yếu nhờ các khoản hồi tố giá vốn, hoàn nhập chi phí tài chính. Do đó, ROA, ROE tăng mạnh, lên 4% và 10%. Trong tương lai, chúng tôi đánh giá khả năng sinh lời sẽ được cải thiện nhanh nhờ (1) chi phí lãi vay thấp và (2) triển vọng lớn từ các hợp đồng xây dựng điện mới từ EVN.

KẾ HOẠCH VÀ DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

KẾ HOẠCH VÀ DỰ BÁO MỘT SỐ KẾT QUẢ KINH DOANH 2014 - 2018

Dự báo doanh thu và lợi nhuận của chúng tôi không tính tới doanh thu tới từ mảng BĐS bởi vì công ty chưa có kế hoạch bán đất nền tại dự án Mỹ Thượng, Huế, cũng như triển khai các dự án BĐS khác.

Chúng tôi tiến hành đánh giá lại giá trị khoản BĐS này theo phương pháp NAV tại phần định giá.

Chúng tôi dự báo KQKD của VNE dựa trên 3 lĩnh vực kinh doanh chính bao gồm xây dựng điện, sản xuất công nghiệp, dịch vụ - du lịch. Chúng tôi lưu ý, chúng tôi không bao gồm lĩnh vực kinh doanh BĐS trong dự báo vì công ty chưa có kế hoạch bán đất nền tại khu Mỹ Thượng, Thừa Thiên Huế để tạo doanh thu. Nếu giá 1 lô đất nền tăng lên mức 3.5 – 4 triệu đồng/m², công ty sẽ bán khu đất, tạo doanh thu lĩnh vực BĐS.

Kế hoạch 2014. Đầu năm 2014, công ty đặt kế hoạch 852.8 tỷ đồng doanh thu và 32 tỷ đồng LNST. Kết thúc 9T2014, công ty đã vượt kế hoạch với doanh thu đạt 610 tỷ đồng, LNST đạt 58 tỷ đồng. Qua trao đổi với công ty,

chúng tôi được biết công ty đặt kế hoạch doanh thu 585 tỷ đồng và 30.8 tỷ đồng LNST cho quý 4/2014.

Dự báo KQKD. Chúng tôi dự báo doanh thu thuần năm 2014 đạt 1,004 tỷ đồng, tăng 15% so với năm 2013 chủ yếu nhờ công ty thúc đẩy thanh quyết toán các hợp đồng xây dựng từ năm 2013 và tiến hành các hợp đồng mới. LNST 2014 đạt 92 tỷ đồng (+507%yoy), tương ứng với EPS khoảng **1,458 đồng/cp**. Tiềm năng tăng trưởng doanh thu 2014 – 2018: nhu cầu tăng cường xây dựng lưới điện, trạm biến áp từ EVN, và dịch vụ - du lịch khi nền kinh tế phục hồi.

CHI TIẾT DỰ BÁO

Doanh thu

- (1) *Hợp đồng xây dựng.* Đặc thù ngành là các công ty xây dựng thường thanh quyết toán các hợp đồng và ghi nhận doanh thu vào cuối năm (Q4). Tuy công ty đặt kế hoạch doanh thu 585 tỷ đồng trong đó phần lớn tới từ mảng xây lắp, chúng tôi thận trọng dự báo doanh thu mảng này đạt 350 tỷ đồng Q4/2014 dựa trên số liệu quý 5 năm gần đây nhất. Chúng tôi dự kiến doanh thu lĩnh vực xây dựng sẽ theo sát triển vọng ngành ở mức 10% trong giai đoạn 2015-2018.
- (2) *Bán hàng hóa, thành phẩm.* Doanh thu 9T2014 tăng đột biến so với cùng kỳ 2013 chủ yếu do việc bù giá biến động nhân công. Doanh thu lĩnh vực này 3 năm gần đây đều không vượt quá 40 tỷ đồng. Do đó, chúng tôi đánh giá đây chỉ là sự kiện xảy ra đột biến, ít có khả năng xảy ra trong quý 4. Chúng tôi thận trọng dự báo, doanh thu lĩnh vực này đạt 288 tỷ năm 2014. Trong giai đoạn 2015-2018, bởi công ty sản xuất phụ trợ cho lĩnh vực xây dựng điện, doanh thu bán hàng sẽ tăng 10% theo doanh thu lĩnh vực xây dựng điện.
- (3) *Cung cấp dịch vụ.* Chúng tôi nhận thấy doanh thu lĩnh vực này 3 quý đầu năm thông thường sẽ chiếm khoảng 80% doanh thu cả năm. Do vậy, chúng tôi dự báo doanh thu 2014 lĩnh vực này đạt 52 tỷ đồng, khá thận trọng so với doanh thu 5 năm gần đây.

Biên lợi nhuận gộp

Biên lợi nhuận gộp 9T2014 của công ty tăng đột biến lên tới 28%. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá đó chỉ là hoàn nhập giá vốn 1 lần từ hợp đồng công trình tại Hiệp Hòa, Quảng Ninh. Do đó, biên lợi nhuận gộp nhiều khả năng điều chỉnh về mức 27.5% trong năm 2014. Chúng tôi đặt biên lợi nhuận gộp của công ty bằng mức trung bình trong 6 năm cho giai đoạn 2015 – 2018.

Chi phí tài chính

Chúng tôi đánh giá công ty sẽ được hưởng lợi khá lớn từ việc lãi suất giảm mạnh đồng thời các khoản vay giảm đáng kể, dẫn tới chi phí lãi vay giảm. Cụ thể, công ty chỉ phải trả 10.5% cho khoản trái phiếu 150 tỷ đồng trong 5 năm tới và lãi suất 7-8% cho các khoản vay ngắn hạn. Mặt khác, chúng tôi cho rằng công ty sẽ hoàn nhập dự phòng một số khoản đầu tư tài chính ngắn hạn giá trị khoảng 3.4 tỷ đồng.

Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp

Chúng tôi cho rằng chi phí bán hàng gần như không đáng kể so với quy mô vốn cũng như định hướng xây dựng là lĩnh vực chủ đạo. Tuy nhiên, chi phí quản lý doanh nghiệp khá lớn, chiếm khoảng 9-12% so với doanh thu thuần. Chúng tôi dự báo chi phí quản lý doanh nghiệp sẽ giảm dần từ 10% về 8.5% so với doanh thu thuần trong giai đoạn 2015 - 2018.

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU VÀ QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ
Bảng 07. Chi phí vốn bình quân (WACC)

Lãi suất phi rủi ro	5.23%
Beta	1.26
Lợi suất thị trường	11,75%
Chi phí vốn chủ sở hữu	13.45%
Chi phí vốn nợ	12.03%
Tổng nợ / Tổng Tài sản	0.31
Chi phí vốn bình quân	12.25%

Nguồn: BSC

Trong FCFF, chúng tôi không đánh giá lại các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn và dài hạn của VNE theo giá trị thị trường.

Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do FCFF và phương pháp định giá tài sản ròng (NAV) trong đó có dùng các giả định và kết quả kinh doanh trình bày ở phần dự báo.

Phương pháp FCFF – 2 giai đoạn tăng trưởng

Giai đoạn 1 từ 2014 tới 2018: tăng trưởng mạnh.

Chúng tôi dự báo dòng tiền tự do đạt 61.5 tỷ đồng trong năm 2014 sau đó đạt 110 tỷ đồng vào năm 2018.

Giai đoạn 2 – tăng trưởng dài hạn: Chúng tôi cho rằng trong dài hạn, công ty sẽ tăng trưởng ở mức 2.5%.

Chi phí vốn bình quân (WACC).

Chúng tôi sử dụng phương pháp CAPM để tính chi phí vốn chủ sở hữu với Beta trung bình 5 năm theo số liệu Bloomberg là 1.26; Lợi suất phi rủi ro là lợi suất Trái phiếu chính phủ 5 năm (5.23%); Lợi suất thị trường 11.75%. Khi đó, chi phí vốn chủ sở hữu sẽ là 13,45%. Với chi phí vốn vay trung bình 12.03%, thuế suất 20%, tỷ lệ vốn nợ 31%, chi phí vốn bình quân của VNE được tính là 12.25%.

Theo phương pháp FCFF, với số lượng cổ phiếu đang lưu hành tại thời điểm hiện tại là 60,414,946 cổ phiếu, giá trị hợp lý trên một cổ phần là **12,062 đồng/cp**.

Bảng 08. Phân tích độ nhạy – FCFF

Phân tích độ nhạy	g	WACC						
		10.75%	11.25%	11.75%	12.25%	12.75%	13.25%	13.75%
Giá cổ phiếu	0.5%	12,060	11,231	10,476	9,787	9,154	8,572	8,034
	1.0%	12,740	11,839	11,023	10,280	9,601	8,978	8,404
	1.5%	13,494	12,510	11,623	10,818	10,087	9,418	8,804

2.0%	14,335	13,253	12,284	11,410	10,618	9,897	9,238
2.50%	15,277	14,082	13,017	12,062	11,201	10,421	9,711
3.0%	16,341	15,011	13,834	12,785	11,844	10,996	10,228
3.5%	17,551	16,059	14,749	13,590	12,557	11,630	10,795
4.0%	18,941	17,253	15,783	14,493	13,351	12,333	11,420
4.5%	20,554	18,623	16,960	15,512	14,241	13,116	12,113

Nguồn: BSC dự báo

Phương pháp NAV

Chúng tôi tiến hành đánh giá lại một số tài sản cố định và các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn của công ty theo giá trị hợp lý của tài sản đó tại thời điểm hiện tại. Cụ thể, chúng tôi cho rằng, công ty sẽ hoàn nhập dự phòng tài chính ngắn hạn 3.4 tỷ đồng trong quý 4/2014. Chúng tôi cũng ước lượng lại giá thị trường đất nền tại dự án Mỹ Thượng, Huế là 3.5 triệu đồng/m², với số lượng đất nền có thể bán được là ~ 124,000 m². Ngoài ra, chúng tôi cũng đánh giá lại tài sản của công ty tại tòa cao ốc văn phòng VNECO ở Minh Khai, tp HCM và một số công trình khác. Chi tiết Bảng 09 và 10.

Bảng 09. Định giá tài sản

	Giá trị sổ sách	Giá trị định giá lại	Chênh lệch
Đầu tư khu đô thị mới Mỹ Thượng, TH Huế	211,530,974,892	436,212,000,000	224,681,025,108
Siêu thị Green Mark - Đà Nẵng	58,087,708,757	58,087,708,757	-
Cao ốc Vp VNECO - Minh Khai, HCM	52,648,457,644	109,600,000,000	56,951,542,356
Du lịch Xanh Lăng Cô	10,971,564,842	10,971,564,842	-
277 Bến Bình Đông	97,944,334,866	97,944,334,866	-
Các công trình khác	1,189,833,497	42,089,833,497	40,900,000,000
Tổng	432,372,874,498	754,905,441,962	322,532,567,464

Nguồn: BSC

Bảng 10. NAV

	Giá trị sổ sách	Giá trị đánh giá lại
Tổng tài sản	1,670,112,740,534	1,746,950,697,326
Tài sản ngắn hạn	917,276,395,967	920,749,098,387
Tiền và tương đương tiền	85,365,897,532	85,365,897,532
Đầu tư tài chính ngắn hạn, ròng	20,143,398,062	23,616,100,482
Các khoản phải thu	670,637,765,834	670,637,765,834
Hàng tồn kho, ròng	101,442,466,593	101,442,466,593
Tài sản ngắn hạn khác	39,686,867,946	39,686,867,946
Tài sản dài hạn	752,836,344,567	826,201,598,939
Phải thu dài hạn	8,000,000,000	8,000,000,000
Tài sản cố định	681,540,187,590	754,905,441,962
Đầu tư tài chính dài hạn	63,296,156,977	63,296,156,977
Nợ phải trả	912,062,495,012	912,062,495,012
GTTT của vốn chủ sở hữu		834,888,202,314
Số lượng cổ phần		60,414,946
Giá trị 1 cổ phần		13,819

Nguồn: BSC dự báo

Bảng 11. Giá trị cổ phiếu

Đánh giá 2 PP	Giá	Tỷ trọng
FCFF	12,062	50%
NAV	13,819	50%
Giá bình quân	12,941	

Chúng tôi cho rằng giá trị hợp lý 1 cổ phần VNE theo 2 phương pháp là **13,000 đồng/cp**.

Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu VNE với giá kỳ vọng 12 tháng là 13,000 đồng/cp, tăng 14% so với thị giá ngày 09.02.2015, theo phương pháp FCFF và NAV.

Hoạt động xây dựng điện tăng trưởng ổn định với biên lợi nhuận gộp (~20%) cao hơn các ngành xây dựng khác. Với lợi thế quy mô doanh nghiệp, quy mô vốn lớn, và năng lực tài chính lành mạnh, công ty sở hữu khả năng cạnh tranh vượt trội so với các doanh nghiệp cùng ngành. Hoạt động sản xuất công nghiệp phụ trợ trực tiếp cho hoạt động xây dựng điện cũng làm tăng năng lực trúng thầu của công ty. Chúng tôi nhận thấy tiềm năng của công ty không chỉ dừng ở các hợp đồng xây dựng hiện tại mà còn nhờ động lực tăng trưởng của ngành điện cũng như các hợp đồng mở rộng mạng lưới điện của EVN trong giai đoạn 2015 - 2020.

Các dự án BĐS mà công ty đang sở hữu có giá trị lớn và đầy tiềm năng khi thị trường BĐS ấm lên trong năm 2015.

Năng lực tài chính cải thiện. Chúng tôi đánh giá VNE đã vượt qua giai đoạn khó khăn nhất khi trả hết 350 tỷ đồng trái phiếu kỳ hạn 2 năm, trong khi liên tục giảm nợ vay ngân hàng dài hạn. Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh thuần luôn dương trong các năm 2012, 2013. Công ty cũng đã thu gọn hoạt động đầu tư tài chính để tập trung vào phát triển hoạt động cốt lõi là lĩnh vực xây dựng điện.

Dự báo KQKD 2014. Chúng tôi thận trọng dự báo năm 2014, doanh thu thuần đạt 1,004 tỷ đồng (+15%yoy), LNST đạt 92 tỷ đồng (+507%yoy), tương đương EPS xấp xỉ **1,500 đồng/cp**. Giá cổ phiếu VNE hiện tại chỉ tương đương với P/E 2014 dự phóng là 7.81 lần, P/B 2014 dự phóng là 0.90 lần.

Phụ lục 1. Bảng cân đối kế toán 2009 – 2018F

TÀI SẢN	2009	2010	2011	2012	2013	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
A. Tài sản ngắn hạn	1,215	1,076	1,042	829	1,000	1,028	1,168	1,261	1,372	1,501
I. Tiền và tương đương tiền	77	92	51	28	99	81	171	219	280	355
II. Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	0	10	19	5	16	21	21	21	21	21
III. Các khoản phải thu	972	830	801	656	746	774	803	834	869	907
IV. Hàng tồn kho, ròng	144	99	114	117	106	112	134	147	162	178
V. Tài sản lưu động khác	22	44	58	23	34	40	40	40	40	40
B. Tài sản dài hạn	747	744	880	982	979	773	767	761	754	748
I. Phải thu dài hạn	9	6	3	-	8	8	8	8	8	8
II. Tài sản cố định	591	617	805	922	901	679	673	667	661	654
III. Giá trị ròng tài sản đầu tư	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
IV. Đầu tư dài hạn	131	107	38	20	32	61	61	61	61	61
V. Tài sản dài hạn khác	16	13	33	40	39	25	25	25	25	25
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	1,962	1,820	1,922	1,810	1,979	1,801	1,935	2,022	2,126	2,249
NGUỒN VỐN	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
A. Nợ phải trả	1,486	1,104	1,220	1,096	1,243	973	990	995	1,000	1,004
I. Nợ ngắn hạn	609	365	546	588	1,099	710	726	731	736	740
II. Nợ dài hạn	877	739	674	508	144	264	264	264	264	264
B. Vốn chủ sở hữu	404	647	639	661	686	776	894	976	1,075	1,194
I. Vốn và các quỹ	400	647	639	661	686	776	843	925	1,024	1,143
C. Lợi ích cổ đông thiểu số	72	69	63	54	50	51	51	51	51	51
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	1,962	1,820	1,922	1,810	1,979	1,801	1,935	2,022	2,126	2,249

Phụ lục 2. Kết quả kinh doanh 2009 – 2018F

	2009	2010	2011	2012	2013	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
3. Doanh số thuần	509	307	534	635	873	1,004	1,105	1,215	1,337	1,471
4. Giá vốn hàng bán	(442)	(242)	(398)	(467)	(687)	(727)	(867)	(954)	(1,049)	(1,154)
5. Lãi gộp	67	65	137	168	185	277	238	262	288	317
6. Thu nhập tài chính	28	59	21	7	19	19	13	13	13	13
7. Chi phí tài chính	(89)	(87)	(99)	(82)	(76)	(93)	(52)	(50)	(49)	(49)
- Trong đó: Chi phí lãi vay	(89)	(80)	(69)	(83)	(80)	(73)	(52)	(50)	(49)	(49)
8. Chi phí bán hàng	(2)	(2)	(2)	(2)	(1)	(2)	(2)	(2)	(3)	(3)
9. Chi phí quản lý doanh nghiệp	(33)	(45)	(39)	(64)	(103)	(78)	(111)	(116)	(121)	(125)
10 Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	(28)	(10)	18	28	24	122	86	106	129	152
11. Thu nhập khác	403	120	5	5	6	5	5	5	5	5
12. Chi phí khác	(275)	(88)	(3)	(2)	(8)	(9)	(5)	(5)	(5)	(5)
13. Thu nhập khác, ròng	129	32	2	3	(2)	(4)	(0)	(0)	(0)	(0)
13b. Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	10	1	(12)	(20)	2	3	3	3	3	3
14. Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	111	24	8	10	23	121	88	109	131	155
15. Thuế thu nhập doanh nghiệp – hiện thời	(17)	(7)	(2)	(14)	(8)	(12)	-	-	-	-
16. Thuế thu nhập doanh nghiệp – hoãn lại	-	1	13	4	(1)	(17)	-	-	-	-
17. Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	(17)	(6)	12	(10)	(8)	(29)	(18)	(22)	(26)	(31)
18. Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	94	17	19	0	15	92	71	87	105	124
19. Lợi ích cổ đông thiểu số	6	(1)	(3)	(12)	(2)	(4)	(4)	(5)	(5)	(6)
20. Cổ đông của Công ty mẹ	88	19	22	12	18	88	66	82	100	118
21. Lãi cơ bản trên cổ phiếu	2,772	47,073	359	200	285	1,458	1,099	1,358	1,649	1,956

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ VÀ PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ CỦA BSC

Hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị của chúng tôi dựa trên sự chênh lệch giữa giá cổ phiếu hiện tại với giá mục tiêu 12 tháng, bao gồm cả cổ tức qua các thời kỳ (trừ những trường hợp đặc biệt). Hệ thống khuyến nghị này được áp dụng kể từ ngày 01.01.2014.

Phương pháp định giá: Việc lựa chọn phương pháp định giá phụ thuộc vào từng ngành, từng doanh nghiệp và từng cổ phiếu. Mỗi báo cáo có thể dựa trên một phương pháp riêng lẻ hay tổng hợp của các phương pháp sau: 1) Phương pháp tương quan (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA); 2) Phương pháp chiết khấu (DCF, DVMA, DDM); 3) Phương pháp giá trị tài sản ròng (NAV, RNAV).

Hệ thống Khuyến nghị	Diễn giải
MUA MẠNH	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 20% trở lên
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% đến 20%
NĂM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn hay thấp hơn giá thị trường không quá 5%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường ít nhất 5%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu bị loại bỏ căn cứ theo chính sách của BSC khi BSC đóng vai trò tư vấn trong một hợp đồng sáp nhập hoặc trong một giao dịch chiến lược của doanh nghiệp đó, và trong trường hợp BSC không đủ dữ liệu để thực hiện định giá cổ phiếu.

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật

PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PTVN

Trưởng Phòng Tư vấn đầu tư
Lê Hải Đường
Tel: 0439352722 (155)
Email: duonglh@bsc.com.vn

Trưởng Phòng Phân tích
Trần Thăng Long
Tel: 0439352722 (118)
Email: longtt@bsc.com.vn

THÔNG TIN LIÊN HỆ

BSC Trụ sở chính
Tầng 10, 11 – Tháp BIDV
35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội
Tel: 84 4 39352722
Fax: 84 4 22200669
Website: www.bsc.com.vn

Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh
Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: 84 8 3 8218885
Fax: 84 8 3 8218510
Website: www.facebook.com/BIDVSecurities

Bản quyền của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.